

# Zur Zukunft der Kapitalmarktunion

Thomas Zotter

Als eine der Antworten auf die Investitionsschwäche in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise legte die Juncker-Kommission im Frühjahr 2015 ein Grünbuch<sup>1</sup> zur Kapitalmarktunion (CMU) und im darauffolgenden Herbst den Aktionsplan<sup>2</sup> KMU vor. 2017 gab es eine mid-term review<sup>3</sup>, die einerseits Statusbericht ist, andererseits Prioritäten bekräftigt und neue Prioritäten setzt. Vor dem Hintergrund von Brexit, Digitalisierung und nicht zuletzt aufgrund der zu Ende gehenden Legislaturperiode des Europäischen Parlaments drängt die Kommission auf die Verabschiedung noch offener Legislativvorschläge.

Obwohl ähnlich klingend wie die „Bankenunion“ unterscheidet sich die CMU doch deutlich von der Bankenunion. Während die Bankenunion auf relativ klar definierten „Säulen“ beruht, in deren Zentrum ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus, ein einheitliches Regelwerk, harmonisierte Regeln für die Sanierung und Abwicklung von in Schieflage geratene Kreditinstitute (KI) sowie ein harmonisiertes Einlagensicherungssystem (mit dem Ziel einer Vereinheitlichung) stehen, stellt sich die CMU eher als ein offenes System dar, innerhalb dessen und in dessen Umfeld sehr unterschiedliche Initiativen und Legislativvorschläge vorangebracht werden sollen.

Es kann dabei daher weniger um eine „abschließende“ Gesamtbewertung der der Initiativen innerhalb und rund um die Kapitalmarktunion gehen. Hier soll nach einem Überblick über die wesentlichen Eckpunkte, Begründungen und Motiven einige wichtige Punkte hervorgehoben und kritisch beleuchtet werden.

## Kernelemente des Aktionsplans

In Folge der großen Rezession, die von den Finanzmärkten ausging, kam es zu einer Investitionsschwäche, die sich in der EU und im Euroraum teilweise hartnäckiger hielt als in vergleichbaren Wirtschaftsräumen. Als Antwort darauf entwarf die Europäische Kommission (EK) einen Investitionsplan („Juncker-Plan“), der auf drei „Säulen“ beruht: einen Europäischen Fonds für Strategische Investitionen, die Förderung von Investitionen in die Realwirtschaft und Maßnahmen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für Investitionen. Die Kapitalmarktunion ist als Teil dieser dritten Säule zu sehen.

Der Aktionsplan wiederum nennt folgende Bereiche, in denen die Kommission prioritär Maßnahmen setzen wird:

- Mehr Finanzierungsoptionen für europäische Unternehmen, v.a. Klein- und Mittelbetriebe (KMU) u.a. durch: Überarbeitung der Prospektrichtlinie zur Senkung von Fixkosten bei der Emission von Kapitalmarktinstrumenten, alternative Finanzierungsformen wie Crowdfunding, Privatplatzierungen und Kreditfonds.

- Rechtsrahmen für langfristige und nachhaltige Investitionen und die Finanzierung der europäischen Infrastruktur v.a. durch Mobilisierung der Mittel institutioneller Anleger wie Lebensversicherungen und Pensionsfonds für Infrastrukturprojekte.
- Rechtsrahmen für private europäische Pensionsversicherungsprodukte, die grenzüberschreitend angeboten werden können.
- Die Wiederelebung des Verbriefungsmarktes für Kredite und gedeckte Schuldverschreibungen sollen Bankbilanzen entlasten und so neue Finanzierungskapazitäten für KI erschließen.
- Beiseitigung grenzüberschreitender Hindernisse im Insolvenz-, Steuer- und Wertpapierrecht, die zur Fragmentierung der Märkte führen.

Der Aktionsplan spannt also einen weiten Bogen von der Mobilisierung privater Gelder für die langfristige Finanzierung von Infrastrukturprojekten, der Vertiefung und Verbreiterung der Unternehmensfinanzierung und der Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes bis zur Harmonisierung von Gesellschafts- und Steuerrecht. Weiters ist es erklärtes Ziel, durch verstärkte grenzüberschreitende Investitionen regionale Schocks besser abzufedern („risk sharing“).

Mit der Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur CMU wurden Initiativen bekräftigt und weitere „zur Verstärkung des Aktionsplans“ vorgelegt: Wirksamere Aufsicht zur Beschleunigung der Marktintegration; Verhältnismäßigere Vorschriften zur Unterstützung von Börsengängen und Wertpapierfirmen; Erschließung des Potenzials der Finanztechnologie (FinTech); Nutzung der Kapitalmärkte zur Unterstützung der Kreditvergabe der Banken und zur Stärkung der Stabilität; Stärkung der Führungsrolle der EU bei nachhaltigen Investitionen; Förderung lokaler Kapitalmarkt-Ökosystem und die Förderung grenzüberschreitende Investitionen. Besonders hervorgehoben wurde u.a. ein EU-weites Produkt der privaten Altersvorsorge (Pan-European Pension Product – PEPP).

## Zu den Hintergründen und Motiven des Aktionsplans

Das Thema der Kapitalmobilität ist keine neue Erfindung des CMU-Aktionsplans, sondern stellt eine der Grundfreiheiten der Union dar. Initiativen zur Erhöhung der Kapitalmobilität gab es seit Beginn der europäischen Integration. Entscheidende bisherige Schritte waren auf „Makroebene“ dabei zunächst die Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen 1988 und – für den Euroraum – die Errichtung der Wirtschafts- und Währungsunion, die zunächst (1999) zur Übernahme des Euro durch zwölf Mitgliedsstaaten bis zuletzt (2015) neunzehn Mitgliedsstaaten geführt hat. Mit ihr wurden nicht Wechselkursrisikorisiken beseitigt, die Mitgliedsstaaten unterwarfen sich auch nicht nur wie davor z.T. de facto einem geldpolitischen Kurs mit der Bundesbank im Zentrum, sondern auch de lege einer einheitlichen Geldpolitik und einem einheitlichen fiskalpolitischen Regelwerk. Auf „Mikro-Ebene“ gab es durch das Lamfalussy-Verfahren (ab 2001) eine immer stärkere Harmonisierung der Regulierung im Wertpapiersektor, das 2005 auch auf den Banken- und Versicherungsbereich ausgedehnt wurde. Mit diesem demokratiepolitisch nicht unumstrittenen Prozess werden durch Rat und Parlament nur mehr Rahmenrichtlinien erlassen, technische „Details“ werden auf ExpertInnenenebene ausverhandelt und münden in einem single rule book für die Aufsichtsbehörden und „single european pass ports“<sup>4</sup> für

die unionweite Zulassung von Firmen. Nichts desto trotz sind Kapitalmärkte nach wie vor stark national geprägt, und die Finanz- und Wirtschaftskrise hat die Märkte wieder stärker desintegriert (ECB 2017).

Insofern reiht sich der CMU-Aktionsplan in eine Reihe verschiedenartigster Initiativen, ändert aber im Gegensatz zum Lamfalussy-Verfahren nichts an der Struktur der Entscheidungsprozesse und berührt (zumindest direkt) keine makroökonomischen Themen.

## **Fehlender Makroblick und die Frage von Wachstum und Finanzierung**

Genau hier liegt aber auch einer der Schwachpunkte des Aktionsplans: Er geht von makroökonomisch relevanten Symptomen (Investitionsschwäche, schleppende Erholung) aus, sucht aber nicht nach makroökonomischen Ursachen. In der Einleitung zu Grünbuch und Aktionsplan zieht die EK sehr schnell auf Vergleiche in der Finanzierungsstruktur der Unternehmen zwischen den der EU und der USA und innerhalb der EU ab. Die EU und insbesondere der Euroraum war nach einem ähnlich wie in den USA verlaufenden Erholungsmuster nach dem Einbruch 2009 in einen „double dip“ getaucht. Das heißt nach der Erholungsphase kam es im Euroraum zu einem neuerlichen Wachstumseinbruch, während in den USA die Erholung weiterlief und in ein relativ stark beschäftigungswirksames Wachstum mündete. Die Kommission legte die beiden Fakten der stabileren Erholung und der unterschiedlichen Finanzierungsstruktur (stärker bankdominiert im Euroraum, etwas stärker kapitalmarktorientiert in den USA) nebeneinander und ignorierte dabei völlig den diametral unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Pfad der USA und des Euroraums: Die USA fuhren als „borrower“ of last resort mit ihrer Budgetpolitik von Anfang an einen viel expansiveren Kurs, demgegenüber folgte im Euroraum die Rückführung der Budgetdefizite viel rascher als in den USA. Gleichzeitig stützte auch die Europäische Zentralbanken (EZB) weniger intensiv als dies das Federal Reserve System (Fed) getan hatte, die EZB trat also weniger als „buyer of last resort“ auf als die Fed. In der Phase 3. Quartal 2011 4. Quartal 2012 wurde das europäische Bankensystem direkt mit zusätzlicher Liquidität versorgt. Nachdem dies kaum Effekte hinsichtlich Kreditvergabe, Investitionen und Inflation zeigte, wurde das Programm zurückgefahren. Den Schritt mit Käufen über den Markt diesen (direkter) mit Liquidität zu versorgen, unternahm die EZB anders als die Fed erst, als sich Deflationsrisiken manifestierten und zu verfestigten drohten.<sup>5</sup> Vergleicht man den Erholungspfad nach der Krise in den USA und dem Euroraum, vergleicht man vor allem zwei grundlegend andere makroökonomischen Antworten der Wirtschaftspolitik (abgesehen von einigen wenigen Quartalen unmittelbare nach dem Konkurs von Lehman Brothers).

In der Literatur lassen sich über den Zusammenhang zwischen Finanzierungsstruktur von Unternehmen und Wachstum nicht nur bestimmte aus verschiedenen Theorien abgeleitete Ansätze finden, die Diskussion unterliegt auch gewissen Zyklen. Unumstritten wird wohl die Hypothese sein, dass die Entwicklung der Finanzmärkte mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung korreliert. In welche Richtung die Kausalität verläuft, ist seit den 1990er Jahren stärker Gegenstand der Diskussion, nachdem Joan Robinson (1952) die Frage mit dem Ausspruch: „when enterprise leads, finance will follow“ beantwortet hatte und sie für Neoklassiker wie Robert Lucas (1988) als theoretisch nicht gerechtfertigt und polit-ökonomisch „strongly overemphasized“ war.

Levine, Zervos (1998) und Leahy (2001) untersuchen mithilfe von effizienz- und liquiditätsorientierten Kapitalmarktvariablen den (kausalen) Zusammenhang zwischen Finanzmärkten und gesamtwirtschaftlichen Wachstum. Sie sehen stärker aktienmarktfinanzierte im Vorteil gegenüber stärker bankdominierten. Dieser Zusammenhang ist aber erstens möglicherweise, wie Hahn (2002) zeigt, eher einer Realisierung von leading indicators als ein kausaler Zusammenhang. Hahn schränkt zweitens das Sample auf OECD-Länder ein und erweitert den Zeitraum. Dabei zeigt sich, dass der Zusammenhang mit Wachstum nicht mehr hält und zusätzlich stärker marktbasierete Ökonomien schwankungsanfälliger sind. So finden auch Beck, Levine (2002 und 2004) und Levine (2002) keine Relevanz für das Wachstum dafür, ob sich eine Ökonomie hauptsächlich über Banken oder über Kapitalmärkte finanziert. Entscheidend sei vielmehr die Effizienz der Finanz(- und Rechts-) systems. Nach der Finanz- und Wirtschaftskrise kam es wieder zu einer Beschäftigung mit dem Thema. Levine et al (2015) nehmen als Annäherung für die Effizienz Rechtssysteme, die Rechte der AktionärInnen v.a. im Principal-Agent Problem zwischen EigentümerInnen und Management stärken, und kommen zum Schluss, dass Ökonomien mit nach diesen Kriterien effizienten Aktienmärkten sich nach Krisen etwas schneller zu erholen scheinen. Allerdings ist sich angesichts der oben ausgeführten Unterschiede in der Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik einzuwenden, ob nicht in Wirklichkeit (auch) deren Wirksamkeit getestet wurde, wenn für sie in der Analyse nicht korrigiert wurde. Andere Autoren (Bolton et al., 2013) betonen demgegenüber den stabilisierenden Effekt der relationship banking, der darauf zurückzuführen ist, dass Problem der Informationsasymmetrie (Akerlof, 1970) zwischen Banken und Firmen geringer ist als zwischen Markt und Firmen. Insgesamt scheint die gemischte Evidenz, die sich in der Literatur je nach Forschungsansatz findet, darauf hinzudeuten, dass es tatsächlich vor allem darum geht, wie effizient das Problem der Informationslücke zwischen AnlegerIn/KreditgeberIn und KapitalnehmerIn/KreditnehmerIn gelöst wird.

Es wird aber vor allem auch von der Struktur der Volkswirtschaft abhängen und von der jeweiligen Branche abhängen, ob eher Intermediäre wie Banken, Kapitalmärkte oder Private Equity bzw. Venture Capital die geeignete Finanzierungsform darstellt. Für einen generellen Shift von einem bank- zu einem kapitalmarktbasierten Finanzsystem spricht wenig, weil Kapitalmarktfinanzierung nur für bestimmte Segmente und Situationen geeignet ist. Dies hat vor allem mit den oben erwähnten Problem der Informationslücken zu tun. Für größere Unternehmen mit einem breiten Kapitalmarktauftritt wird es zum einen genügend (kostenintensive) Analyse geben und eine weniger erratische Preisbildung als bei volumsschwachen Titeln. Die Kosten der Preisfindung verteilen sich für die AnlegerInnen also auf viele Köpfe bzw. Transaktionen. Umgekehrt entstehen auch hohe Einmal-/Fixkosten beim Gang auf den Kapitalmarkt. Dazu zählen nicht nur Kosten der Kapitalmarktprospekterstellung, Provisionen von emissionsbegleitenden Banken(-konsortien), Marketingkosten wie Road Shows für institutionelle Investoren oder Kosten für die Kapitalmarktnotierung. Vor allem aber werden die Kosten der Finanzierung über den Kapitalmarkt sowohl für Emittenten als für AnlegerInnen (geringe Liquidität) umso höher, je stärker sie maßgeschneidert sind. Die Finanzierung über Banken (relationship lending) wird also nicht zuletzt deshalb, weil die Kosten der Bepreisung des Risikos dort anfallen, wo auch die Erträge daraus anfallen und weniger Bedarf an „Standardisierung“ besteht, vor allem im KMU-Bereich hoch bleiben. Ähnliches gilt auch im Bereich der Wagnisfinanzierung, also meist technologieintensive Start-Ups. Hier ist die „Beziehung“

zwischen KapitalgeberIn und KapitalnehmerIn meist noch intensiver. Meist geschlossene Fonds durchleuchten hier üblicherweise nicht nur die „Idee“, sondern stehen den meist jungen Unternehmen auch mit Beratung in Managementfragen zur Seite.<sup>6</sup>

### **Stoßdämpfer Kapitalmarkt?**

Weiters ist es erklärtes Ziel, durch verstärkte grenzüberschreitende Investitionen Schocks besser abzufedern („risk sharing“), also eine Art Versicherungsprinzip der größeren Zahl zu schaffen. Es wird also erwartet, dass der Markt, vor allem der Kapitalmarkt jene Schocks absorbiert, die in einem Währungsraum auftreten können, wenn es sich um ein nicht optimales Währungsgebiet handelt. In einem solchen treten leichter asymmetrische Schocks auf, die umso wahrscheinlicher werden, je geringer die Faktormobilität (Mundell, 1961), der Offenheitsgrad (McKinnon, 1963) und Produktdiversifikation (Kenen, 1969) ausgeprägt sind. Für Ausgleichsmechanismen bei asymmetrischen Sorgen in den USA abgesehen von einer höheren Faktormobilität v.a. auch fiskalische Ausgleichsmechanismen. Die USA weisen neben einem höheren Grad an Arbeitskräftemobilität auch einen viel höheren Grad an Kapitalmobilität, sowohl was Finanzierung über Kapitalmärkte, als auch was Kredite betrifft. Die Kapitalmobilität wird aber auch durch einheitliche Steuer- und Buchführungsregeln gefördert, was Kosten der Informationsbeschaffung für InvestorInnen und KreditgeberInnen deutlich verringert. Vor allem verfügen sie aber auch über einen höheren fiskalischen Ausgleich beim Auftreten asymmetrischer Schocks,<sup>7</sup> der im Euroraum weitgehend fehlt. In Bezug auf die Vervollständigung der Wirtschafts- und Währungsunion ist daher die Erhöhung der Kapitalmobilität zwar ein grundsätzlich notwendiger Schritt, aber kein ausreichender, wenn fiskalische Ausgleichsmechanismen für asymmetrische Schocks weiter fehlen und nationale Fiskalpuffer durch Fiskalvorgaben beschränkt sind.

### **Investitionsschwäche durch beschränkten Zugang zu Finanzierungsmitteln?**

Weniger Notwendigkeit scheint sich jedoch bezüglich immer wieder vorgebrachten möglichen Finanzierungsbeschränkung zu ergeben. Die EZB erhebt regelmäßig seit 2009 (EZB, periodical) im „survey on the access to finance“ Themen rund um Finanzierungsfragen, v.a. von KMU. Der Zugang zur Finanzierung für KMU im Euroraum wird dort seit geraumer Zeit als geringstes Problem angegeben, und auch in jenen Ländern, die abweichend noch größere Probleme beim Zugange zur Finanzierung angeben (v.a. Griechenland), gab es erhebliche Verbesserungen. Ein ungleich größeres Problem stellt nach wie vor (wenngleich konjunkturbedingt sinkend) das Finden von Kunden dar, was auf stärker auf nachfrageseitige Probleme hinzuweisen scheint als auf angebotsseitige, auf die die meisten Initiativen der CMU abzielen. Die vielfach herbeigeschriebene Kreditbeschränkung durch Überregulierung durch Basel III scheint also nicht eingetreten zu sein.

## Zusammenfassung ökonomische Analyse

In Bezug auf die ökonomische Fundierung schneidet die CMU anhand der oben diskutierten Punkte eher gemischt ab: Die Diskussion, ob die Finanzierung über bank- oder kapitalmarktdominierte Finanzsysteme bezüglich Wachstum besser abschneidet hat wenig klare Evidenz gezeitigt. Am ehesten lässt sich aus ihr noch der Schluss ziehen, dass es vor allem darauf ankommt, wie effizient das Principal-Agent Problem zwischen EigentümerInnen und Management sowie das Problem asymmetrischer Information zwischen SchuldnerInnen und GläubigerInnen gelöst wird.

Das Hauptproblem an der CMU-Initiative aus makroökonomischer Sicht ist, dass sie bei ihrem Vergleich mit den USA völlig ausblendet, dass im Euroraum weit strengere Budgetregeln als in den USA gelten, und die USA viel länger einen expansiven Budgetkurs gefahren sind, der von einer nachhaltig expansiveren Geldpolitik begleitet wurde (Zotter, 2016). Stattdessen wird versucht, die relative Investitionsschwäche mangels eines „borrowers of last resort“ und „lenders/buyers of last resort“ auf die Finanzierungsstruktur der Realwirtschaft zurückzuführen, wofür es wenig theoretische Fundierung und kaum abgesicherte Evidenz gibt.

Zudem hat die Finanz- und Wirtschaftskrise nicht nur im Finanzsystem Konvergenzfortschritte wieder rückgängig gemacht, sondern auch und vor allem in der Realwirtschaft. Nicht selten sind Finanzmärkte wenn schon nicht Ursache, zumindest Verstärker von Krisen, wie etwa im Falle der der Finanz- und Wirtschaftskrise folgenden Staatsanleihekrisis im Euroraum oder im Falle von Leistungsbilanzkrisen, die seit den 1990-er Jahren regelmäßig wiederkehren. Mehr Kapitalmobilität kann also ebenso als Schockabsorber wie als Schockverstärker wirken. Jedenfalls profitieren die USA im Falle asymmetrischer Schocks auch von fiskalischer Ausgleichsmechanismen. Die Förderung der Kapitalmobilität ist also keineswegs ausreichend für das „risk sharing“ in einem Währungsraum.

Den besten Beitrag, den Initiativen für eine Erhöhung der Eigenkapitalfinanzierung und der Kapitalmobilität in der Realwirtschaft leisten kann, ist im Lichte obiger Argumente die Lösung der Probleme der Informationslücken zwischen GläubigerInnen/AnlegerInnen und SchuldnerInnen sowie der Verringerung der Informationskosten für InvestorInnen. Dies gilt für die Wagnisfinanzierung (venture capital) noch viel mehr, als hier auch häufig von Kapitalgeberseite Knowhow im Bereich des Managements einfließen.

Jedenfalls ist davon auszugehen, dass angesichts der Wirtschaftsstruktur im Euroraum mit einem hohen Anteil und KMU die Finanzierung über Banken das Rückgrat der Finanzierung bleiben wird und soll.

## Beispiele einzelner Initiativen und deren Beitrag zur Problemlösung

- **Prospektrichtlinie**

Das grundlegende Problem, das der Initiative zur Richtlinie liegt darin, dass das zentrale Ziel nicht ist, die Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgeber und Unternehmen sowie das Principal-Agent Problem zu lösen, sondern die Kosten der Prospekterstellung zu senken. Werden die Informationsprobleme aber nicht gelöst, kommt es zu höheren Risikoaufschlägen, oder der Markt kommt im Extremfall gänzlich zum Erliegen.

Von den Fixkosten einer Emission machen die Kosten der Prospekterstellung nur einen kleinen Teil aus (siehe oben). Im Sinne einer Belebung des Marktes wäre es gut investiertes Geld, die Informationslücke zu schließen. Insofern dies nicht gelingt, ist eher zu befürchten, dass die Kosten die Begebung von Kapitalinstrumenten über den Markt durch erhöhte Risikoaufschläge erhöht werden.

- **Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes von Krediten** durch gedeckte Schuldverschreibung (simple, transparent and standardised securitisation (sts))

Als eine der wesentlichen Treiber und Auslöser der Finanz- und Wirtschaftskrise auf mikroökonomischer Ebene gilt das „originate and distribute“ Modell der Kreditvergabe. Dabei werden Kredite zwar von Kreditinstituten vergeben, aber dann weiterverkauft und strukturiert. Dies führte „aufgrund fehlender Anreize der Risikoprüfung zur Übernahme zu hoher Risiken. Risikoprüfung und Informationsverarbeitung stellen wichtige Bankfunktionen dar, die nur begrenzt auf Märkte auslagerbar sind“ (Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen, 2009, 8). Zum Problem der Informationsasymmetrie gesellt sich in diesem Falle auch das Problem adverser Selektion (Negativauslese). Im Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise kam dieser Markt nahezu zum Erliegen, die Kommission möchte diesen Markt nun wiederbeleben, um die Kreditvergabekapazität der Banken zu erhöhen.

Dass sich die Kommission ausgerechnet jenes Mittels bedienen möchte, stößt doch einigermaßen auf Verwunderung, weil die oben genannten Probleme durch mehr Transparenz und Standardisierung im Vergleich zu den strukturierten Produkten in den USA vor der Krise zwar etwas gemildert, aber nicht gelöst werden können.

Angesichts dessen, dass der Zugang zur Finanzierung das geringste Problem von KMU darstellt, kann auch schwer argumentiert werden, dass die Unternehmen finanzierungsbeschränkt seien. Zudem wurde der Aufschwung der letzten Jahre nicht durch einem befürchteten credit crunch gebremst, was ein häufiges Argument für die Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte war.

Ein Ansatz innerhalb der Bankenunion für neue notleidende Kredite stärker in den Bilanzen vorzusorgen, ist zu begrüßen; Altlasten in Bankbilanzen sollten aber nicht dadurch „bereinigt“ werden, dass man die Risiken in einen weniger regulierten Bereich, dem Schattenbanksystem (Bayer, Bräutigam, 2016) verschiebt – die Folgen sind bekannt.

- Im Umfeld und mit Bezug auf die CMU wurde von der Kommission der Vorschlag präsentiert, **einen Sekundärmarkt für notleidende Kredite** zu schaffen. Darin geht es zum einen um Aspekte im Zusammenhang mit Sekundärmärkten für (notleidende) Kredite, insbesondere im Hinblick auf den Verkauf und die Übertragung von Krediten, sowie das Kredit-Servicing durch externe Dienstleister, um Bankbilanzen von Altlasten aus der Finanzkrise leichter bereinigen zu können. Zum anderen sollen die Rechte von Gläubiger mit dinglichen Sicherheiten besser gegen Zahlungsunfähigkeit von Schuldern durch eine „beschleunigte Darlehensgarantie“ abgesichert werden. Damit könnte aber für Unternehmen rasch aus einem Liquiditätsproblem ein Solvenzproblem werden, wenn für die Produktion wichtige Produktionsfaktoren entzogen werden. Es soll ein außergerichtliches Verfahren eingeführt werden. Diese „Sondergerichtsbarkeit“, also das Ausweichen aus der re-

gulären Judikatur ist rechts- und demokratiepolitisch bedenklich und greift in die in Insolvenzfällen vorgesehene Reihung von Gläubigern ein.

- Das **Ziel der Verankerung der Nachhaltigkeit bei Investitionen** wurde insbesondere in der mid term review betont. In der mid term review bezieht sich die Kommission auf den Zielkatalog der sustainable development goals (SDG) der UNO. Eine solche Maßnahme ist begrüßenswert. Sie kann nicht zuletzt auch deshalb erfolgsversprechend sein, weil von einer durchaus nicht unerheblichen Nachfrage nach nachhaltigen Anlagemöglichkeiten auszugehen ist. Mangelnde Standards und Operationalisierbarkeit der Ziele z.B. in Form von Zu- und Abschlägen auf Renditen machen den Markt aber schwierig und intransparent. Auch hier bestehen erhebliche Informationsasymmetrien, die es zu überwinden gilt. Insofern sind die Festlegungen von Definitionen und Methodologien ein wichtiger Schritt, dass „Eigenlabels“ mehr dem Marketing als der Operationalisierung von Nachhaltigkeitszielen bei Investitionen dienen. In weiteren Schritten sollten mehr Anstrengungen zur Operationalisierung durch impact assessments folgen. Zu kritisieren ist allerdings, dass sich die Initiative der Kommission im Wesentlichen auf Dekarbonisierung beschränkt, den Nachhaltigkeitsbegriff stark einengt und soziale Nachhaltigkeit unberücksichtigt lässt, was klar dem Ziel einer umfassenden Nachhaltigkeit widerspricht.
- Um mehr anlagesuchendes Publikum in (Eigen-)kapitalmärkte zu lenken, schlägt die Kommission im Rahmen der CMU mit hoher Priorität ein neues **europaweites privates Altersvorsorgeprodukt (PEPP)** vor, „das den Verbrauchern beim Sparen für ihren Ruhestand helfen“ sol. Diese Form der Pensionsvorsorge stellt aber für die Verbraucher durch Verwaltungskosten, die ein Vielfaches jener öffentlicher Pensionssysteme betragen, einen besonders ungünstigen Mix aus erwartbarer Rendite und Risiko dar. Auch die Argumentation der demographischen Herausforderung für Pensionssysteme greift völlig ins Leere: Auch auf den Kapitalmärkten „verschwindet“ dieses Risiko nicht, es wird einfach privatisiert und an die AnlegerInnen weitergegeben. So analysierte die Internationale Arbeitsorganisation der Vereinten Nationen (ILO) die Ergebnisse der Privatisierungen von Pensionssystemen vor allem in Lateinamerika und Osteuropa untersucht (Ortiz et al. 2018). Das Urteil fällt vernichtend aus: massiv reduzierte Leistungsniveaus, enorm hohe Verwaltungskosten, und die Verschiebung aller Risiken zu den Versicherten. Der einzige Profiteur war der Finanzsektor. Die z.T. katastrophalen Ergebnisse haben dazu geführt, dass „60 Prozent der 30 Länder, die ihre Pensionssysteme weitgehend oder vollständig privatisiert haben, mittlerweile wieder eine Umkehrung dieses Irrweges eingeleitet haben.“ (Türk, Wöss, 2018).

## Was fehlt

- In Europa gelten im Gegensatz zu den USA sehr unterschiedliche Ansätze in der Unternehmensbesteuerung und daraus abgeleitet in der Buchhaltung und Bilanzierung. Wenn wir aus der Literatur über die Bedeutung und Effizienz von Finanzmärkten einen Schluss ziehen können, dann den, dass es vor allem Informations-



kosten sind, die die Kapitalmobilität einschränken. Wenn es also ein Ziel ist, die Kapitalmobilität zu erhöhen, ist die wohl beste Antwort, die man geben kann, die Unternehmensbesteuerung zu harmonisieren. Solange es nicht einmal einheitliche Bemessungsgrundlagen für die Unternehmensbesteuerung gibt, werden die Kapitalmärkte vor allem für KMU weiter national fragmentiert bleiben, weil die Informationskosten im Verhältnis zur investierten Summe zu hoch bleiben. Wenn es also Ziel sein soll, die Kapitalmobilität in der Union zu fördern, führt hinsichtlich der Informationskosten und -risiken kein Weg an einer Harmonisierung der Unternehmensbesteuerung vorbei.

- Ganz ähnlich gelagert sind auch Fragen des Insolvenzrechts. Solange unterschiedliche Regime die Stellung der Gläubiger existieren, bleiben Informationskosten, vor allem, wenn es um KMU geht, das größte Hindernis für Investitionen über Jurisdiktionsgrenzen hinweg.
- Es fehlt im Vergleich zur Bankenunion ein „starkes Zentrum“ und eine Harmonisierung des Regulierungs- und Aufsichtswesens. Im Zentrum der Bankenunion stehen ein einheitliches Regelwerk für die Regulierung der Kreditinstitute und ein gemeinsames System der Bankenaufsicht. Die systemisch relevanten Institute werden direkt von der EZB beaufsichtigt und die nationalen Behörden folgen einem einheitlichen rule book. In Ermangelung einer solchen zentralen Institution wird die CMU das bleiben was sie ist: ein Mantel, unter dem die unterschiedlichsten Initiativen und Maßnahmen subsumiert werden.

## Fazit

Der Euroraum leidet vor allem an einer Schiefelage Makropolitik. Diese hatte vor allem nach dem Wiederanziehen der Budgetdisziplin nach der unmittelbaren Reaktion auf die Krise gemeinsam mit hoher makroökonomischer Unsicherheit Nachfrage, Absatzerwartungen und Investitionen gedämpft. Trotz gegenteiliger Evidenz aus den Umfragen der EZB bei Unternehmen wurde im Rahmen der Initiative zur CMU der Schluss gezogen, die Unternehmen seien beim Zugang zur Finanzierung beschränkt.

Die Initiative geht also von einer falschen Prämisse aus und erscheint eher als aktionistisches Maßnahmenbündel nach dem Motto „Wünsch Dir was“ für die verschiedenen Sektoren der Finanzindustrie und geht an den Kernproblemen vorbei: Die einzelnen Maßnahmen liefern keine Ansätze zur Lösung des Informations- und Kontrollproblems von InvestorInnen, und unter den einzelnen Maßnahmen- und Prioritätenlisten findet sich kein Ansatz, das im Vergleich zu den USA größte Hindernis für grenzüberschreitende Investitionen vor allem für KMU, die Unterschiede in der Unternehmensbesteuerung und im Insolvenzrecht zu verringern

Es ist durchaus ein verfolgenswertes Ziel der Kapitalmarktunion, die Finanzierung der Realwirtschaft auf mehr Säulen zu stellen, schon alleine deshalb, weil die Verschuldung der nichtfinanziellen Unternehmen seit der Finanz- und Wirtschaftskrise nicht unerheblich gestiegen ist. Dies aber z.B. über den Umweg der Förderung privater Pensionsvorsorgeprodukte, die im Vergleich zur öffentlichen Pensionsvorsorge ein Vielfaches der Verwaltungskosten für die Versicherten bedeutet, ein für die Versicherten äußerst ungünstiges Verhältnis von Ertrag und Risiko aufweist, und das demographische Risiko

nicht durch Zauberhand auf den Märkten verschwinden lässt, sondern es zu den Versicherten verlagert, bestätigt nur allzu sehr, dass die vorgelegten Initiativen der CMU ein Wunschkonzert für die Finanzindustrie darstellen, aber kaum etwas dazu beitragen würden, ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum, das auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt abzielt, zu fördern.

## Anmerkungen

- 1) Europäische Kommission (2015 a)
- 2) Europäische Kommission (2015 b)
- 3) Europäische Kommission (2017)
- 4) Juristischen Personen wird als gewissermaßen Eigenschaften und Privilegien zugeschrieben, die eigentlich von jenen natürlicher Personen abgeleitet sind.
- 5) Vgl. u.a. <https://awblog.at/geldpolitik-im-euroraum/>
- 6) Einen guten Überblick über die Literatur und einen empirischen Vergleich über die Unternehmensfinanzierung bieten dazu Elsinger et al. (2016)
- 7) Einen kompakten Überblick zu Fragen und Kanälen Kapitalmobilität bieten z.B. Beer/Waschiczek (2018).

## Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A. (1970): The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *QJE* 84(3), 488–500.
- Beck, Thorsten/Ross, Levine (2002): Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics* 64(2), 147–180
- Beck, Thorsten/Ross, Levine (2004): Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence, *Journal of Banking and Finance* 28(3), 423–442
- Beer, Christian/Walter, Waschiczek (2018): Capital Market Union: a more diverse financial landscape in Europe?, *Monetary Policy and the Economy*, 2018 (2), 71–86.
- Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen (2009): Österreich und die internationale Finanzkrise, Studie Nr. 83, Wien.
- Beyer, Karl M./Lars Bräutigam (2016): Das Europäische Schattenbanksystem, Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft, Working Paper Reihe der AK Wien, 154.
- Bolton, Patrick/Xavier, Freixas/Leonardo, Gambacorta/Mistrulli, Paolo E. (2013): Relationship and Transaction Lending in a Crisis. NBER Working Paper 19467.
- Elsinger, Helmut/Robert, Köck/Marcel, Kropp/Walter, Waschiczek (2016): Corporate Financing in Austria in the run-up to capital market union, in: OeNB: Financial Stability Report 31, 96–119.
- Europäische Kommission (2015 a): Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion COM(2015) 63, Brüssel.
- Europäische Kommission (2015 b): Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion COM(2015) 468, Brüssel.
- Europäische Kommission (2017): Halbzeitbilanz des Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion COM(2017) 292, Brüssel.
- European Central Bank (2017): Financial Integration in Europe, Frankfurt an der Main.
- European Central Bank (periodical): Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area, unter: <https://www.ecb.europa.eu/stats/accesstofinancesofenterprises/html/ecb.safe201811.en.html#toc1> (07.01.2019).
- Feigl, Georg (2015): Auswirkungen der neuen europäischen wirtschaftspolitischen Steuerung am Beispiel Spaniens und Österreichs, in: Kromphardt/Hagemann (Hrsg.), Für eine bessere gesamteuropäische Wirtschaftspolitik, Schriften der Keynes-Gesellschaft, Band 8, Metropolis, 43–82.
- Hahn, Franz (2002): Bedeutung von Aktienmärkten für Wachstum und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern, Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft 79.

- Kenen, Patrick (1969) The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. In: Mundell, Robert/ Swoboda, Alexander (Hg.), *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Levine, Ross/Zervos, Sara (1998): Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 88(3), 537–558
- Levine, Ross (2002): Bank-Based or Market-Based Financial Systems. Which is Better?, *Journal of Financial Intermediation* 11(4), 398–428.
- Levine, Ross/Chen, Lin/Wensi, Xie (2015): Spare Tire? Stock markets, banking crises, and economic recoveries, NBER working 20863.
- Lucas, Robert E. (1988): On the Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22(1), 3–42.
- McKinnon, Ronald (1963): Optimum currency areas, in: *American Economic Review* 53(4), 717–725.
- Mundell, Robert (1961): A theory of optimum currency areas, in: *American Economic Review*, 51(4), 657–665.
- Mundell, Robert/Alexander, Swoboda (1969): *Monetary problems of the international economy*, Chicago: CUP.
- Ortiz, Isabel/Fiablo, Durán-Valverde/Stefan, Urban/Veronika, Wodsak (2018): *Reversing Pension Privatizations - Rebuilding public pension systems in Eastern Europe and Latin America*, ILO, Geneva.
- Popov, Alexander (2017): Evidence on Finance and Economic Growth, ECB Working Paper 2115.
- Robinson, Joan (1952): *The Rate of Interest and other Essays*, Macmillan, London 1952.
- Türk, Erich/Josef, Wöss (2018): Pensionsprivatisierung: drei Jahrzehnte des Scheiterns – ILO-Studie zieht vernichtende Bilanz, <https://awblog.at/pensionsprivatisierung-ilo-studie/> (11.02.2019)
- Zotter, Thomas (2016): Verfällt die asymmetrische Union in angebotsseitigen Aktionismus?, in: Chaloupek, Günther (Hrsg.): *Solidarität – Beschäftigung – Wirtschaftswachstum: Beiträge zur Wirtschaftspolitik in Europa*, gewidmet Georg Kovarik zum 60. Geburtstag, Verlag des ÖGB, Wien.